

РусГидро

Ждем результатов за год

Цель: 0,51 руб., «ДЕРЖАТЬ»

Аналитик: Алексей Адонин
Эл. почта: AAdonin@veles-capital.ru

Мы подтверждаем целевую цену акции РусГидро в 0,51 руб. и сохраняем рекомендацию «ДЕРЖАТЬ». Мы видим несколько разовых эффектов, которые могут негативно повлиять на ближайшую отчетность компании и динамику котировок

Отчетность и конференц-звонок

Результаты за 3К18 оказались лучше наших прогнозов в первую очередь за счет того, что компания получила больше субсидий в отчетном периоде, чем мы ожидали. Кроме того, за счет роста выработки и роста тарифа на тепло выручка компании выросла на 6,5% кв/кв., превысив наши ожидания. По итогам 9М18 выручка (с учетом субсидий) показала рост на 7,2%, EBITDA – на 13,1%, чистая прибыль – на 39,7%.

Среди основных моментов конференц-звонка отметим:

Негативно:

- менеджмент подтвердил ожидаемый рост цен на уголь в районе 20% для компании в 2019г.
- из всех дальневосточных строек до конца года планируется ввести только третья очередь Усть-Среднеканской ГЭС. Ввод Зарамагской ГЭС отложен на первую половину 2019 г. По оценкам руководства, штраф за каждый месяц просрочки для нее составит около 40 млн руб.
- к сожалению, менеджмент не предоставил оценок участия в программе модернизации мощностей. Из-за отсутствия рыночного ценообразования на Дальнем Востоке пока невозможно условия участия компании и NPV таких проектов.
- менеджмент подтвердил, что у Восточной ТЭЦ, введенной в 2018 г., нет тарифа на данный момент.

Нейтрально:

- конкретной дорожной карты по вхождению активов ДВЭУК менеджмент не предоставил. Возможно, в случае их консолидации, можно будет избежать дополнительной эмиссии акций

Динамика акций относительно индексов ММВБ



Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Информация о компании

Тикер	HYDR
Цена обыкновенной акции, руб.	0,50
Мин./макс. цена акции за 52 недели, руб.	0,50 / 0,82
Справедливая цена акции (12м), руб.	0,51
Потенциал роста (об.), %	1,3
Всего обыкновенных акций, млн шт.	426 289
Рыночная капитализация, млн руб.	213 059
EV, млн руб.	278 758

Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

Финансовые показатели по МСФО за 3К 2018 г.

млн руб.	9М18	9М17	изм.	3К18	3К17	изм.
Выручка без субсидий	258 472	248 604	4,0%	77 619	67 738	14,6%
Субсидии	29 615	20 138	47,1%	9 591	13 350	-28,2%
EBITDA	81 016	71 605	13,1%	21 067	20 058	5,0%
Чистая прибыль	43 033	30 804	39,7%	6 345	8 501	-25,4%

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Изменение рекомендации

Компания	Рекомендация		Цель, руб.		Upside	TSR
	Новая	Старая	Новая	Старая		
РусГидро	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	0,51	0,51	1,3%	5,9%



- капитальные затраты в 2018 г. должен сократиться на 22,3%, но это лишь означает перенос недостроенных объектов на будущие годы. Так, инвестпрограмма в 2019 должна вырасти на 19,8%, в 2021г – на 23,7%, а на 2022 г. – на 17%.

- руководство не стало давать прогнозы о ходе восстановления Загорской ГАЭС, информация ожидается в 1К19.

Риски

Главный краткосрочный риск для котировок компании - возможное обесценение основных средств и дебиторской задолженности по итогам 2018 г. В годовой отчетности мы видим такие риски для ТЭЦ Восточная, Усть-Среднеканской, а в более долгосрочной перспективе – и для Загорской ГАЭС-2.

Позитивные факторы

Мы видим, что динамика субсидий, направленных на выравнивание тарифов ДФО, позитивна для РусГидро. Согласно последним данным, базовый уровень тарифа составит 4,69 руб., что означает его рост на 9,1% г/г. При одновременном росте субсидий, проходящих через отчетность компании, это должно позитивно сказаться на рентабельности дальневосточного бизнеса компании. Включение дальневосточных станций в программу на условиях, близких к ДПМ-2 также будет позитивно. Оплата со стороны Интер РАО 17 млрд руб. выкупленного пакета акций должна частично компенсировать негативный эффект переоценки.

Прогноз и оценка

Внимание инвесторов по итогам 2018 г. будет в первую очередь сосредоточено на показателе чистой прибыли, поскольку компания направляет на дивиденды 50% от нее. Мы ожидаем, что из-за низкой прибыли дивидендная доходность в ближайшие 2 года не превысит 6%, а по итогам 2018 г. мы ждем ее на уровне 4,6%. В прошлом году мы видели, что чистая прибыль за 12 месяцев оказалась меньше, чем за 9 месяцев; по нашему мнению, в 2018 г. ситуация вполне может повториться. Помимо разовых списаний, дополнительно на этот показатель будет давить переоценка форварда из-за продолжающегося снижения котировок.

Мы обновили модель, включив новые прогнозы по капитальным затратам. С учетом будущих дивидендных выплат, в ближайшие 12 месяцев TSR (совокупная доходность акционеров) составит 5,9%.

Финансовые показатели

	2017	2018 (П)
Выручка, млн руб.	348 119	347 835
ЕБИТДА, млн руб.	102 082	85 950
Чистая прибыль, млн руб.	22 451	19 663
Рентабельность ЕБИТДА, %	29,3	24,7
Рентабельность чистой прибыли, %	6,4	5,7
EV / S	0,87	0,83
EV / ЕБИТДА	3,53	3,22
P / E	12,36	8,92
ROIC, %	6,1	5,0
ROE, %	3,2	2,5

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Инвестпрограмма РусГидро (млрд руб.)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Финансовая модель РусГидро, млн руб.

Отчет о прибылях и убытках	2016	2017	2018 (п)	2019 (п)	WACC	2018
Выручка	374 072	348 119	347 835	368 352	Безрисковая ставка	8,5%
Операционные расходы (без амортизации)	(291 575)	(278 782)	(296 885)	(314 134)	Рыночная стоимость долга	7,4%
ЕБИТДА	99 747	102 082	85 950	92 217	Налог на прибыль	20,0%
Амортизация	(24 130)	(25 023)	(28 474)	(31 063)	Стоимость акционерного капитал	15,8%
ЕВИТ	75 617	77 059	57 475	61 155	Beta	0,90
Разовые статьи	(28 078)	(29 267)	(25 488)	(25 239)	Доля долга	24%
Процентные расходы	(6 813)	(7 187)	(7 163)	(6 053)	Доля капитала	76%
Неоперационные доходы/расходы	0	0	0	0	WACC	13,5%
Прибыль до налогообложения	55 123	35 519	27 267	34 332	Свободный денежный поток	2016 2017 2018 (п) 2019 (п)
Налог на прибыль	(15 372)	(13 068)	(7 604)	(8 583)	NOPLAT	60 494 61 647 45 980 48 924
Чистая прибыль	39 751	22 451	19 663	25 749	Амортизация	24 130 25 023 28 474 31 063
					Капитальные затраты	2 191 (17 165) 7 822 2 779
					Изменение чистого оборотного капитала	(60 957) (71 693) (82 119) (95 678)
					Свободный денежный поток	25 858 (2 188) 158 (12 913)
					Ставка дисконтирования, %	13,5%
					Дисконтированный свободный денежный	149 505
					Оценка стоимости обыкновенных акций	
					Ставка роста в постпрогнозный период,	2,0%
					Сумма дисконтированного денежного потока	149 505
					Терминальная стоимость (+)	149 056
					Стоимость бизнеса компании (EV)	298 561
					Стоимость чистого долга (-)	(94 108)
					Доля миноритарных акционеров (-)	(3 597)
					Стоимость финансовых вложений (+)	32 006
					Стоимость акционерного капитала	222 438
					Фундаментальная стоимость ао, руб.	0,51
					Рыночные мультипликаторы (x)	2016 2 017 2018 (п) 2019 (п)
					EV / Sales	0,7 0,8 0,8 0,8
					EV / EBITDA	2,8 2,7 3,2 3,0
					EV / EBIT	3,7 3,6 4,9 4,6
					P / E	5,4 9,5 10,8 8,3
					P / BV	0,3 0,3 0,3 0,3
					EV / FCF	10,8 отр. 1760,8 отр.
					Коэффициенты	
					Рентабельность EBITDA, %	26,7 29,3 24,7 25,0
					Рентабельность чистой прибыли, %	10,6 6,4 5,7 7,0
					EBITDA / процентные расходы, 1x	14,6 14,2 12,0 15,2
					Инвестиции / выручка, %	16,3 20,6 23,6 26,0
					ROE, %	6,1 3,2 2,5 3,1
					ROIC, %	7,0 6,1 5,1 5,5
					Долг/EBITDA	2,0 1,7 2,0 1,5
					Чистый долг/EBITDA	1,3 1,0 0,4 0,2
					Долг/собственный капитал	0,3 0,2 0,2 0,2

Источник: данные компании. Оценка: Велес Капитал



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющей инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2018 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков

Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Начальник управления фондовых операций
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Зам. начальника управления фондовых операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке
акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев
Сейлз Трейдер
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Начальник отдела привлечения клиентов
Александр Сорочкин
ASorochkin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Ольга Николаева
Долговые рынки
ONikolaeva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Александр Сидоров
Нефтегазовый сектор и металлургия
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин
Электроэнергетика
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Айнур Дуйсембаева
Глобальные рынки
ADuisembaeva@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Cyprus, Nicosia
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64
www.veles-int.com